

# Estabilização e fragilidade externa



**Sem indexação cambial, como garantir que a tranquilidade atingida não será destruída?**

O uso da desindexação cambial como instrumento de estabilização em economias altamente indexadas sempre deixa sob suspeição a posição das contas externas. Afinal de contas, a indexação cambial foi uma invenção que permitiu a experiência de inflações elevadas sem os sobressaltos das crises cambiais periódicas. Removida a indexação cambial, como garantir que a estabilização não será destruída pela deterioração do balanço de pagamentos?

Uma resposta universal a esta pergunta é pouco interessante, apesar de verdadeira: para garantir a estabilidade de preços (e do câmbio) é preciso controlar as necessidades de financiamento do setor público, no presente e no futuro, e a taxa de poupança interna. Ou seja, reduzir o déficit público e impedir que o financiamento externo seja usado para compensar a queda da poupança interna.

O aparecimento de déficits no balanço de pagamentos em conta corrente em si é de ser esperado em economias que melhoram suas perspectivas, pois estas recuperam sua capacidade de atrair capital. Para afastar a necessidade de uma desvalorização cambial drástica, que poderia trazer de volta um cenário de choque inflacionário, é essencial, porém, não só manter os déficits em conta corrente sob controle, mas dar continuidade à melhoria da qualidade do financiamento externo. Em termos quantitativos, a qualidade do financiamento costuma piorar quando os déficits externos aumentam continuamente, sendo difícil ter déficits superiores a 4% ou 5% do PIB que possam ser cobertos com qualidade crescente. A exceção são os países cuja pou-

pança doméstica aumenta muito mas as taxas de investimento crescem ainda mais.

Esta qualidade do financiamento pode ser medida pela importância de movimentos de capital de natureza mais permanente na cobertura do déficit em conta corrente, a exemplo dos investimentos diretos e dos financiamentos de longo prazo ligados a projetos capazes de gerar divisas. No curto prazo, o montante de reservas internacionais das autoridades monetárias é um elemento de tranquilidade, porque desencoraja especulativos provocados por eventos voláteis da economia internacional tais como aumentos das taxas de juro externas ou quedas no volume de comércio internacional. Sabe-se, entretanto, que reservas elevadas não substituem políticas macroeconômicas consistentes. A história recente está cheia de episódios nos quais reservas elevadas não foram capazes de impedir que diagnósticos de inconsistência de políticas domésticas alimentassem movimentos especulativos bem-sucedidos.

Na década de 90, depois de um longo período de jejum provocado pela crise da dívida externa nos anos 80, a volta do financiamento externo permitiu o reaparecimento de déficits em conta corrente na economia brasileira. O balanço de capitais externos foi negativo entre 1983 e 1989 à média anual de 0,65% do PIB, o que significava que em média tivemos de gerar superávit equivalente em conta corrente para exportar capitais. Voltaram a aparecer os saldos positivos na conta de capital na primeira metade dos 90, da ordem de 2,48% do PIB por ano. Parte desta entrada de capitais foi

acumulada como reservas pelas autoridades monetárias a partir de 1991, o que permitiu passar pela crise do governo Collor sem crise no balanço de pagamentos e dar lastro de confiança ao esforço de estabilização a partir de 1993. Desde 1995, o financiamento ao déficit em conta corrente passou a ser um destino importante das entradas de capital. É desejável, assim, que se tenha uma visão da fragilidade representada pelas necessidades de recursos externos, tendo em vista a instabilidade de alguns componentes dos fluxos financeiros internacionais mais sensíveis aos movimentos das taxas de juro nos EUA ou às ondas de contaminação de pessimismo a que estão sujeitos os investidores em mercados latino-americanos.

Para que os déficits do balanço de pagamentos em conta corrente possam ocorrer sem que signifiquem fragilização da posição externa do País, é interessante identificar em que medida eles superam a entrada de investimentos diretos. Deste ponto de vista, o ano de 1995 não foi muito animador, pois o aumento do déficit em 1995 não foi acompanhado por uma elevação compatível do investimento direto no mesmo ano. Uma explicação possível são as incertezas decorrentes da crise mexicana, que turvaram os horizontes. O resultado é que apenas 22,1% do déficit em conta corrente foi financiado por investimento direto. Explica-se assim o otimismo gerado pelo aumento esperado para a entrada de investimentos diretos em 1996 e 1997. Mesmo expectativas conservadoras apontam um aumento significativo desta proporção em 1996 e um financiamento de mais de 50% do déficit esperado para 1997 por meio de capitais de risco, mantendo-se déficit em conta corrente da ordem de 2,5% do PIB.

Outro indicador de fragilidade externa brasileira pode ser obtido definindo-se as necessidades de financiamento externo como o excesso do déficit em conta cor-

rente sobre os investimentos externos menos os pagamento de juros sobre a dívida, uma vez que estes independem da política macroeconômica corrente. Expresso como proporção do PIB, este indicador, nos dez anos até 1994, foi negativo, chegando a -4,4% do PIB em 1984 e em 1988, no auge da crise da dívida externa. Na década de 90 aumenta progressivamente de -3,3% em 1992 para -1,2% em 1994, e finalmente torna-se positivo em 1% do PIB em 1995. Isso indicaria uma fragilização crescente. Os valores projetados pelo autor são respectivamente 0,7% e 0,1% do PIB para 1996 e 1997, considerando-se uma taxa de crescimento do PIB de 4% em média para os dois anos, mesmo com a manutenção da atual paridade do real diante do dólar a preços constantes. Os níveis projetados estão longe dos 3,5% de 1975 e 2,2% de 1976, por exemplo, ou dos mais de 2% do início dos anos 80.

Expresso como proporção das reservas, o mesmo indicador atingiu 11% em 1995 e deve declinar para 6,1% em 1996 e menos de 1% em 1997, comparados com valores recordes de 106% em 1975 e de 60% em 1980. Mais uma vez, o conforto permitido pela posição de reservas internacionais pode ser considerado um elemento de robustez do programa que torna menos provável a ocorrência de ataques especulativos bem-sucedidos com base em deterioração da posição externa baseada em suspeita injustificada pelos fundamentos macroeconômicos. É pouco provável, assim, que a restrição externa venha a tornar-se fator determinante do fracasso da estabilização na segunda metade do governo Fernando Henrique, descartada uma condução desastrosa da política de demanda global ou de erros primários na política cambial.

■ Dionísio Dias Carneiro é professor de Economia da PUC-Rio